

Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia  
Volume 8 - No. 2, Desember 2011

## **PENGARUH MODAL INTELEKTUAL DAN PENGUNGKAPAN MODAL INTELEKTUAL PADA NILAI PERUSAHAAN YANG MELAKUKAN *INITIAL PUBLIC OFFERING***

**Wahyu Widarjo**

Universitas Tunas Pembangunan  
wahyu\_widarjo@yahoo.com

### ***Abstract***

*The objective of this research is to investigate the influence of intellectual capital performance and intellectual capital disclosure on the value of the firm after an initial public offering (IPO). The Value Added Intellectual Coefficient (VAIC<sup>TM</sup>) methode is used to measure of intellectual capital. Intellectual capital disclosure in this research is measure with Zingh and Zahn (2008) indeks, and value firm is determined by market value of the firm. The result of the analysis fails to support the first hypothesis that intellectual capital is affected to firm's values. The result probably is an indication that market is incapable to assess the value of a company's intellectual capital because it has no standardized measure and the limited quantitative disclosure regarding intellectual capital. The result of the study support the second hypothesis that intellectual capital disclosure influences positively to firm's value. This matter is indication that intellectual capital disclosure will lessen asymmetry information so that assist the investor in valuations of performance company and can conduct the correct analysis regarding the company prospect in the future.*

**Keywords:** *value added, intellectual capital, intellectual capital disclosure, value firms*

### **Abstrak**

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menginvestigasi pengaruh kinerja modal intelektual dan pengungkapan modal intelektual pada nilai perusahaan setelah *Initial Public Offering* (IPO). Metode *Value Added Intellectual Capital* (VAIC<sup>TM</sup>) digunakan untuk mengukur modal intelektual. Pengungkapan modal intelektual dalam penelitian ini diukur dengan indek Zingh dan Zahn (2008), dan nilai perusahaan ditentukan dengan nilai pasar dari perusahaan tersebut. Hasil analisis gagal untuk mendukung hipotesis pertama yang menyatakan bahwa modal intelektual berpengaruh pada nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa pasar tidak mampu untuk menilai modal intelektual yang dimiliki oleh perusahaan karena belum ada standar pengukuran dan keterbatasan kuantitas pengungkapan mengenai modal intelektual. Hasil penelitian ini mendukung hipotesis kedua bahwa pengungkapan modal intelektual berpengaruh positif pada nilai perusahaan. Hal ini merupakan indikasi bahwa pengungkapan modal intelektual akan mengurangi asimetri informasi sehingga akan membantu investor dalam penilaian kinerja perusahaan dan dapat melakukan analisis yang tepat mengenai prospek perusahaan di masa depan.

**Kata kunci:** nilai tambah, modal intelektual, pengungkapan modal intelektual, nilai perusahaan

### **PENDAHULUAN**

Selama beberapa tahun terakhir, penelitian

tentang modal intelektual merupakan topik yang menarik bagi para peneliti akuntansi maupun para praktisi. Hal ini dikarenakan perkembangan teknologi yang semakin pesat

dan persaingan yang semakin ketat memaksa perusahaan untuk mengubah cara berbisnis mereka dari berdasarkan pada tenaga kerja menuju pada bisnis berdasarkan ilmu pengetahuan (Solikhah et al. 2010). Dinamika bisnis di abad 21 ini menurut Singh dan Zahn (2008) ditentukan dan dikendalikan oleh elemen-elemen intelektual atau ilmu pengetahuan, sehingga modal konvensional seperti sumber daya alam, sumber daya keuangan dan aktiva fisik lainnya menjadi kurang penting dibandingkan dengan modal yang berbasis pengetahuan dan teknologi.

Para pelaku bisnis mulai menyadari bahwa kemampuan bersaing tidak hanya terletak pada kepemilikan aset berwujud, tetapi lebih pada inovasi, sistem informasi, pengelolaan organisasi dan sumber daya organisasi yang dimilikinya. Oleh karena itu organisasi bisnis semakin menitik beratkan pentingnya aset pengetahuan sebagai salah satu bentuk dari aset tak berwujud (Agnes 2008). Menurut Guthrie dan Petty (2000) salah satu pendekatan yang digunakan untuk menilai dan mengukur aset pengetahuan adalah modal intelektual. Kegunaan modal intelektual sebagai salah satu instrumen untuk menentukan nilai perusahaan telah menarik perhatian akademisi dan praktisi (Edvinsson dan Malone 1997; Sveiby 2001).

Di Indonesia fenomena mengenai modal intelektual mulai berkembang setelah munculnya PSAK No.19 (revisi 2000) tentang aset tak berwujud (Yuniasih et al. 2010). Dalam PSAK No. 19 disebutkan bahwa aset tak berwujud adalah aktiva non-moneter yang dapat diidentifikasi dan tidak mempunyai wujud fisik serta dimiliki untuk digunakan dalam menghasilkan atau menyerahkan barang atau jasa, disewakan kepada pihak lainnya, atau untuk tujuan administratif (IAI 2007).

Belkaoui (2003) dan Firrer dan Williams (2003) menyatakan praktik akuntansi konservatime menekankan investasi perusahaan dalam modal intelektual yang disajikan dalam laporan keuangan dihasilkan dari peningkatan selisih antara nilai pasar dan nilai buku. Jika

pasarnya efisien, maka semakin tinggi modal intelektual perusahaan maka semakin tinggi pula nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan investor akan memberikan nilai yang tinggi pada perusahaan yang memiliki modal intelektual yang lebih besar (Yuniasih et al. 2010).

Berdasarkan siaran pers akhir tahun 2009 dan 2010 yang dilakukan oleh Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (BAPEPAM-LK), selama tiga tahun terakhir terdapat 51 perusahaan yang melakukan penawaran umum saham perdana di Bursa Efek Indonesia, yaitu 17 perusahaan pada tahun 2008, 12 perusahaan pada tahun 2009, dan 22 perusahaan pada tahun 2010. Pada tahun 2011 BEI menargetkan perusahaan yang akan melakukan IPO adalah 25 perusahaan (Suara Pembaruan 2010).

Dengan semakin banyaknya perusahaan yang melakukan penawaran umum saham perdana kepada publik, dan semakin banyaknya perusahaan yang ingin mendapatkan modal melalui alternatif menawarkan sahamnya ke publik, maka peneliti termotivasi untuk melakukan penelitian tentang modal intelektual pada perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO) di Bursa Efek Indonesia. Walaupun selama beberapa tahun terakhir penelitian tentang pengaruh modal intelektual dan pengungkapan modal intelektual terhadap kinerja dan nilai perusahaan telah banyak dilakukan di Indonesia, seperti penelitian yang dilakukan oleh Purnomosidhi (2006), Boedi (2008), Kuryanto dan Safruddin (2008), Ulum et al. (2008), Solikhah et al. (2010), Sir et al. (2010), Yuniasih et al. (2010), tetapi bukan dalam konteks IPO.

Penelitian terhadap perusahaan yang melakukan IPO menjadi penting dan menarik karena ketika perusahaan melakukan IPO, tingkat asimetri informasi antara pemilik perusahaan dengan calon investor lebih tinggi jika dibandingkan dengan perusahaan yang sudah *go public* (Hartono 2006). Kondisi ini dapat terjadi karena perusahaan privat tidak berkewajiban untuk melakukan publikasi

laporan keuangan tahunan kepada publik. Jadi informasi yang dimiliki oleh calon investor mengenai prospek dan kualitas perusahaan masih sangat terbatas, mengingat akses informasi ke perusahaan yang juga terbatas. Untuk memperkecil informasi yang tidak simetris ini maka pemilik lama harus menyampaikan sinyal tentang kualitas perusahaan yang ditawarkan kepada investor. Dengan menganalisis sinyal yang disampaikan oleh pemilik lama, maka investor dapat mengetahui prospek perusahaan di masa yang akan datang.

Terkait dengan pentingnya informasi dalam pasar yang efisien, pengungkapan informasi tentang modal intelektual memegang peranan yang sangat penting. Menurut Holland (2002), informasi keuangan tidak cukup menjadi dasar bagi investor dalam memberikan penghargaan terhadap perusahaan, karena lebih didominasi oleh output yang menunjukkan kinerja tentang penciptaan nilai. Meskipun demikian, pengakuan aset tak berwujud dalam sistem akuntansi tidak cukup. Hal ini dikarenakan beberapa unsur dari aset tak berwujud tidak dapat dimasukkan dalam laporan keuangan karena masalah identifikasi, pengakuan, dan pengukurannya. Salah satu alternatif yang diusulkan adalah dengan memperluas pengungkapan aset tak berwujud melalui pengungkapan modal intelektual (Sir et al. 2010). Berdasarkan latar belakang diatas, tujuan dari penelitian ini adalah untuk memperoleh bukti empiris tentang pengaruh modal intelektual dan pengungkapan modal intelektual pada nilai pasar perusahaan yang melakukan penawaran umum saham perdana di Bursa Efek Indonesia.

## **TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS**

### **Resource Based Theory**

Wernerfelt (1984) menjelaskan bahwa menurut pandangan *Resource-Based Theory* perusahaan akan unggul dalam persaingan usaha dan mendapatkan kinerja keuangan yang

baik dengan cara memiliki, menguasai dan memanfaatkan aset-aset strategis yang penting (aset berwujud dan tak berwujud). Belkaoui (2003) menyatakan strategi yang potensial untuk meningkatkan kinerja perusahaan adalah dengan menyatukan aset berwujud dan aset tak berwujud. *Resource-Based Theory* adalah suatu pemikiran yang berkembang dalam teori manajemen strategik dan keunggulan kompetitif perusahaan yang meyakini bahwa perusahaan akan mencapai keunggulan apabila memiliki sumber daya yang unggul (Solikhah et al. 2010).

Pulic (1998) berpendapat bahwa tujuan utama perekonomian yang berbasis pengetahuan adalah menciptakan nilai tambah. Untuk dapat menciptakan nilai tambah tersebut, maka dibutuhkan ukuran yang tepat mengenai modal fisik yang berupa dana-dana keuangan dan potensi intelektual yang direpresentasikan oleh karyawan dengan segala potensi dan kemampuan yang melekat pada mereka. Berdasarkan pendekatan *Resource-Based Theory* dapat disimpulkan bahwa sumber daya yang dimiliki perusahaan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yang pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan.

### **Stakeholder Theory**

Teori *stakeholder* menyatakan bahwa semua *stakeholder* mempunyai hak untuk memperoleh informasi mengenai aktifitas perusahaan yang mempengaruhi mereka. Teori *stakeholder* menekankan akuntabilitas organisasi jauh melebihi kinerja keuangan atau ekonomi sederhana (Deegan 2004). Teori *stakeholder* lebih mempertimbangkan posisi para *stakeholder* yang dianggap *powerfull*. Kelompok *stakeholder* inilah yang menjadi pertimbangan utama bagi perusahaan dalam mengungkapkan atau tidak mengungkapkan suatu informasi di dalam laporan keuangan (Ulum et al. 2008).

Dalam konteks ini, para *stakeholder* memiliki kewenangan untuk mempengaruhi manajemen dalam proses pemanfaatan seluruh potensi yang dimiliki oleh organisasi. Karena

hanya dengan pengelolaan yang baik dan maksimal atas seluruh potensi inilah organisasi akan dapat menciptakan *value added* untuk kemudian mendorong kinerja keuangan dan nilai perusahaan yang merupakan orientasi para *stakeholder* dalam mengintervensi manajemen.

### Signalling Theory

Khelifi dan Bouri (2010) menyebutkan bahwa *signaling theory* dikemukakan oleh Spence (1973) dan Ross (1977) dan kemudian diadopsi oleh Leland dan Pyle (1977) ke dalam penelitian pasar perdana. Pada penawaran umum saham perdana terdapat asimetri informasi antara pemilik lama dengan investor potensial mengenai prospek perusahaan di masa depan (Hartono 2006). *Signaling theory* mengindikasikan bahwa perusahaan akan berusaha untuk menunjukkan sinyal berupa informasi positif kepada investor potensial melalui pengungkapan dalam laporan keuangan (Miller dan Whiting 2005). Leland dan Pyle (1977) menyatakan bahwa sinyal adalah tindakan yang dilakukan oleh pemilik lama dalam mengkomunikasikan informasi yang dimilikinya kepada investor. Pemilik lama memiliki motivasi untuk mengungkapkan informasi privat secara sukarela karena mereka berharap informasi tersebut dapat diinterpretasikan sebagai sinyal positif mengenai kinerja perusahaan dan mampu mengurangi asimetri informasi.

Williams (2001) dan Miller dan Whiting (2005) menyatakan bahwa pengungkapan sukarela mengenai modal intelektual memungkinkan investor dan *stakeholder* lainnya untuk lebih baik dalam menilai kemampuan perusahaan di masa depan, melakukan penilaian yang tepat terhadap perusahaan, dan mengurangi persepsi risiko mereka. Perusahaan mengungkapkan *intellectual capital* pada laporan keuangan mereka dalam rangka memenuhi kebutuhan informasi investor, serta meningkatkan nilai perusahaan (Miller dan Whiting 2005). Sinyal positif dari organisasi diharapkan

akan mendapatkan respon positif dari pasar, hal tersebut dapat memberikan keuntungan kompetitif bagi perusahaan serta memberikan nilai yang lebih tinggi bagi perusahaan.

### Modal Intelektual dan Nilai Perusahaan

Modal intelektual adalah seluruh aset pengetahuan yang dibedakan kedalam *stakeholder resources* (hubungan *stakeholder* dan sumberdaya manusia) dan *structural resources* (infrastruktur fisik dan infrastruktur virtual) yang berkontribusi signifikan dalam meningkatkan posisi persaingan dengan menambahkan nilai bagi pihak-pihak yang berkepentingan (Marr dan Schiuma 2001). Modal intelektual oleh Williams (2001) didefinisikan sebagai informasi dan pengetahuan yang diaplikasikan dalam pekerjaan untuk menciptakan nilai. Chen et al. (2005) menyatakan bahwa investor akan memberikan nilai yang lebih tinggi pada perusahaan yang memiliki sumber daya intelektual yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki sumber daya intelektual yang rendah. Nilai yang diberikan oleh investor kepada perusahaan tersebut akan tercermin dalam harga saham perusahaan.

Firer dan Williams (2003), Chen et al. (2005) dan Tan et al. (2007) telah membuktikan secara empiris bahwa modal intelektual berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan. Ulum et al. (2008) melakukan studi tentang modal intelektual dengan menggunakan sampel perusahaan perbankan di Indonesia. Hasil dari penelitian tersebut menyatakan bahwa modal intelektual yang diukur dengan *Value Added Intellectual Coeficient* (VAIC™) terbukti secara statistik berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dan kinerja perusahaan di masa depan. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Isnawati dan Anshori (2007), dan Sianipar (2009) juga menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan antara *value added intellectual capital* dengan kinerja perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian-penelitian tersebut, maka hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah



sebagai berikut:

**H<sub>1</sub>: Modal intelektual berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan yang melakukan penawaran umum saham perdana.**

### **Pengungkapan Modal Intelektual dan Nilai Perusahaan**

Dalam beberapa penelitian terdahulu terdapat bukti empiris yang menyatakan pengaruh pengungkapan sukarela dan pengungkapan modal intelektual terhadap nilai perusahaan atau kapitalisasi pasar, walaupun bukan dalam konteks IPO. Hasil penelitian Healy dan Palepu (1993), Welker (1995), dan Botosan (1997) mengindikasikan bahwa pengungkapan modal intelektual yang makin tinggi akan memberikan informasi yang kredibel atau dapat dipercaya, dan akan mengurangi kesalahan investor dalam mengevaluasi harga saham perusahaan, sekaligus meningkatkan kapitalisasi pasar.

Abdolmohammadi (2005) membuktikan bahwa jumlah pengungkapan komponen modal intelektual dalam laporan tahunan berpengaruh signifikan terhadap nilai kapitalisasi pasar perusahaan. Artinya, perusahaan yang mengungkapkan lebih banyak komponen modal intelektual dalam laporan tahunannya cenderung memiliki nilai kapitalisasi pasar yang lebih tinggi. Penelitian yang dilakukan oleh Sihotang dan Winata (2008) dengan mengambil sampel perusahaan publik di Indonesia yang berbasis teknologi, menemukan bukti bahwa ada kecenderungan peningkatan dalam pengungkapan modal intelektual selama periode pengamatan. Penelitian tersebut juga menemukan bukti bahwa terdapat hubungan positif antara tingkat pengungkapan modal intelektual dengan kapitalisasi pasar. Hasil penelitian tersebut mendukung penelitian Abdolmohammadi (2005). Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

**H<sub>2</sub>: Pengungkapan modal intelektual berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan yang melakukan penawaran umum saham perdana.**

## **METODE PENELITIAN**

### **Sampel**

Sampel penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan penawaran umum saham perdana pada tahun 1999 sampai 2007. Pengambilan sampel pada periode ini didasarkan pada kondisi perekonomian Indonesia, dimana pada tahun sebelum dan sesudahnya terjadi krisis keuangan global. Penentuan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*, artinya bahwa populasi yang akan dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah populasi yang memenuhi kriteria sampel tertentu sesuai dengan yang dikehendaki peneliti (Sekaran, 2006). Teknik ini digunakan dengan tujuan untuk memberikan batasan (spesifikasi) pada jenis industri tertentu yang akan dijadikan sebagai objek penelitian. Hal ini dikarenakan tidak semua jenis industri memiliki aset modal intelektual yang intensif. Kriteria pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Seluruh saham yang ditawarkan kepada publik merupakan saham perdana.
2. Perusahaan termasuk dalam jenis industri perbankan, telekomunikasi, elektronik, komputer dan multimedia, automotif, dan farmasi, karena jenis industri ini memiliki aset modal intelektual yang intensif (Firrre dan William 2003; Sir et al. 2010).

### **Pengumpulan Data**

Teknik pengumpulan data dalam penelitian ini adalah data arsip. Salah satu bentuk pengumpulan data arsip adalah data sekunder. Data yang dianalisis adalah prospektus perusahaan yang melakukan penawaran umum saham perdana. Dalam penelitian ini data sekunder diperoleh dari Pusat Data Bisnis dan Ekonomi (PDBE) Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Gadjah Mada.

### **Variabel Penelitian**

#### ***Variabel Independen***

#### **Modal Intelektual**

Variabel modal intelektual yang dimaksud dalam penelitian ini adalah kinerja modal

intelektual yang merupakan penciptaan nilai yang diperoleh atas pengelolaan modal intelektual. Dimana kinerja modal intelektual diukur berdasarkan *value added* yang diciptakan oleh *physical capital* (VACE), *human capital* (VAHC), dan *structural capital* (VASC). Kombinasi dari ketiga *value added* tersebut disimbolkan dengan VAIC™. Pengukuran kinerja modal intelektual berdasarkan model yang dikembangkan oleh Pulic (1998, 1999, 2000, 2003).

Pemilihan model VAIC™ sebagai ukuran atas modal intelektual mengacu pada penelitian Firer dan Williams (2003), Tan et al. (2007), Ulum et al. (2008), Sianipar (2009), Yuniasih et al. (2010), dan Solikhah et al. (2010). Formulasi perhitungan VAIC™ adalah sebagai berikut:

$$VA = OUT - IN$$

- *Output* (OUT): Total penjualan dan pendapatan lain.
- *Input* (IN): Beban dan biaya-biaya (selain beban karyawan).
- *Value Added* (VA): Selisih antara Output dan Input

$$VACE = VA/CE$$

- *Value Added* (VA): Selisih antara Output dan Input
- *Capital Employed* (CE): Dana yang tersedia (ekuitas, laba bersih)
- *Value Added Capital Employed* (VACE) menunjukkan kontribusi yang dibuat oleh setiap unit dari CE terhadap *value added* organisasi.

$$VAHC = VA/HC$$

- *Value Added* (VA): Selisih antara Output dan Input
- *Human Capital* (HC): Beban karyawan
- *Value Added Human Capital* (VAHC) menunjukkan kontribusi yang dibuat oleh setiap rupiah yang diinvestasikan dalam HC terhadap *value added* organisasi.

$$VASC = SC/VA$$

- *Structural Capital* (SC): Selisih antara *Value Added* (VA) dengan *Human Capital* (HC)

- *Value Added* (VA): Selisih antara Output dan Input
- *Human Capital* (HC): Beban karyawan
- *Value Added Structural Capital* (VASC), rasio ini mengukur jumlah SC yang dibutuhkan untuk menghasilkan 1 rupiah dari VA dan merupakan indikasi bagaimana keberhasilan SC dalam penciptaan nilai.

$$VAIC^{\text{TM}} = VACE + VAHC + VASC$$

- *Value Added Intellectual Coefficient* (VAIC™)  
Mengindikasikan kemampuan intelektual organisasi. VAIC™ dapat juga dianggap sebagai BPI (*Business Performance Indicator*).

### Pengungkapan Modal Intelektual

Pengungkapan modal intelektual diprosikan dengan indeks pengungkapan modal intelektual. Indeks pengungkapan yang digunakan dalam penelitian ini adalah indeks pengungkapan modal intelektual yang digunakan oleh Singh dan Zahn (2008). Penggunaan indeks ini didasarkan pada pertimbangan kesamaan objek penelitian, yaitu perusahaan yang melakukan IPO dan item pengungkapan dalam indeks ini lebih komprehensif jika dibandingkan dengan indeks pengungkapan yang digunakan oleh Bukh et al. (2005) dan Abdolmohammadi (2005). Indeks ini terdiri dari 81 item yang diklasifikasikan ke dalam enam kategori berikut ini.

1. *Resources* (28 item)
2. *Customer* (14 item)
3. *Information Technology* (6 item)
4. *Processes* (9 item)
5. *Research and Development* (9 item)
6. *Strategic Statements* (15 item)

Penelitian ini menggunakan teknik analisis konten dengan bentuk yang paling sederhana untuk mengukur pengungkapan modal intelektual yang dilakukan oleh perusahaan. Pemberian skor untuk item pengungkapan dilakukan dengan menggunakan skala dikotomi tidak tertimbang (*unweighted dichotomous scale*), di mana jika item setiap kategori

pengungkapan modal intelektual diungkapkan dalam prospektus akan diberi nilai satu (1) dan nol (0) jika item tidak diungkapkan. Selanjutnya, skor dari setiap item dijumlahkan untuk memperoleh total skor pengungkapan untuk setiap perusahaan.

Rasio tingkat pengungkapan modal intelektual dari masing-masing perusahaan diperoleh dengan membagi total skor pengungkapan pada setiap perusahaan dengan total item dalam indeks pengungkapan modal intelektual. Persentase pengungkapan modal intelektual dihitung dengan rumus berikut:

$$ICD = \frac{\sum_{ij} Ditem}{\sum_{ij} ADitem}$$

Di mana:

- ICD* : Persentase pengungkapan modal intelektual perusahaan  
*DItem* : Total skor pengungkapan modal intelektual pada prospektus perusahaan  
*ADItem* : Total item dalam indeks pengungkapan modal intelektual

### Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan, yaitu nilai pasar perusahaan pada hari pertama di pasar sekunder (*initial market value*). Nilai dari variabel ini diperoleh dengan mengalikan jumlah seluruh saham yang ditempatkan dan disetor penuh dengan harga penutupan per lembar saham pada hari pertama pasar sekunder (Hartono 2006).

### Variabel Kontrol

Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini adalah umur perusahaan. Mc Guinnes (1993) dan Keasey dan Short (1997) mengukur umur perusahaan berdasarkan ukuran tahun, sedangkan dalam penelitian ini diukur dengan ukuran hari. Umur perusahaan dihitung dari perusahaan didirikan (berdasarkan akta pendirian) sampai dengan

tanggal efektif untuk melakukan penawaran umum (White et al. 2007; Sigh dan Zahn 2008). Umur perusahaan yang tinggi menunjukkan pengalaman dan eksistensi perusahaan dalam persaingan, sehingga akan mengurangi resiko perusahaan. Kondisi tersebut dipandang sebagai sinyal positif bagi investor, sehingga investor akan memberikan respon positif pada perusahaan yang lama berdiri. Untuk mengurangi deviasi yang tinggi maka nilai dari variabel umur perusahaan ditransformasikan ke dalam logaritma natural.

### Model Empiris

Analisis regresi yang digunakan untuk menguji penelitian ini adalah dengan menggunakan regresi linear berganda. Variabel nilai perusahaan yang diukur dengan harga penutupan per lembar saham pada hari pertama pasar sekunder dikalikan dengan jumlah seluruh saham yang ditempatkan dan disetor penuh cenderung memiliki nilai standar deviasi yang tinggi. Hal ini mengakibatkan data tidak normal dan adanya heteroskedastisitas (Ghozali 2006; Gujarati dan Porter 2009), sehingga perlu ditransformasikan dalam logaritma natural. Model pengujian hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$\text{LnV} = \beta_0 + \beta_1 \text{IC} + \beta_2 \text{ICD} + \beta_3 \text{LnAGE} + e$$

### Dimana:

LnV = Logaritma Natural Nilai Perusahaan.

IC = *Intellectual Capital*.

ICD = *Intellectual Capital Disclosure*.

LnAGE = Logaritma Natural Ukuran Perusahaan

$\beta_0$  = Konstanta.

$\beta_1, \beta_3$  = Koefisien Regresi.

e = *Error terms*.

## HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

### Deskripsi Data

Tabel 1 menyajikan deskripsi data penelitian yang meliputi variabel-variabel penelitian.

Berdasarkan data yang diperoleh dari Pusat

**Tabel 1**  
**Deskripsi Data**

Variabel	Mean	Maximum	Minimum	Standar Deviasi
IC	4,6315	22,2810	0,0040	4,6977
ICD	0,3590	0,5600	0,1800	0,0935
LnAGE	8,2061	9,5300	5,9900	0,8648
LnV	26,6075	30,42	24,72	1,5624

Data Bisnis dan Ekonomi (PDBE) Universitas Gadjah Mada, perusahaan yang melakukan penawaran umum saham perdana pada periode tahun 1999 sampai dengan tahun 2007 diperoleh data sebanyak 54 perusahaan. Setelah dilakukan pemilihan sampel dengan metode *purposive sampling* diperoleh sampel penelitian sebanyak 31 perusahaan. Hasil statistik deskriptif menunjukkan variabel logaritma natural nilai perusahaan (LnV) memiliki nilai minimum dan maksimum sebesar 24,72 dan 30,42 dengan standar deviasi sebesar 1,5624. Nilai minimum modal intelektual (IC) adalah 0,0040, nilai maksimumnya adalah 22,2810 sedangkan standar deviasinya sebesar 4,6977

Variabel pengungkapan modal intelektual (ICD) nilai minimumnya adalah 0,1800, nilai maksimumnya 0,56, standar deviasinya sebesar 0,0953, dan nilai rata-ratanya adalah 0,3590 (35,9%). Hal ini berarti dari data yang digunakan sebagai sampel penelitian dapat dikatakan bahwa tingkat pengungkapan modal intelektual pada perusahaan yang melakukan penawaran umum saham perdana masih relatif lebih rendah jika dibandingkan dengan hasil penelitian Purnomosidhi (2006) yang menyatakan bahwa rerata jumlah atribut yang diungkapkan oleh perusahaan *go public* di Indonesia sebesar 56%. Perbedaan hasil penelitian ini mungkin disebabkan karena perbedaan sampel, periode penelitian dan pengukuran dalam pengungkapan modal intelektual. Nilai minimum logaritma natural umur perusahaan (LnAGE) adalah 5,9900, nilai maksimum sebesar 9,5300 sedangkan nilai rata-rata adalah 8,2061 dan standar deviasinya adalah 0,8648.

### **Pengujian Hipotesis Pertama ( $H_1$ )**

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis, dalam penelitian ini telah dilakukan pengujian asumsi klasik dan telah memenuhi kriteria pengujian. Hasil pengujian hipotesis pertama dan kedua disajikan pada Tabel 2.

Hasil pengujian hipotesis pertama pada Tabel 2 menunjukkan nilai koefisien ( $\beta_1$ ) 0,054 dengan signifikansi 0,326. Karena nilai signifikansi  $> 0,05$ , maka dapat disimpulkan bahwa secara statistik hipotesis pertama dalam penelitian ini tidak didukung. Artinya modal intelektual tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang melakukan penawaran umum saham perdana. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pasar tidak memberikan nilai yang lebih tinggi terhadap perusahaan yang memiliki modal intelektual yang tinggi.

Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian Belkaoui (2003), Firer dan Williams (2003), dan Ulum et al. (2008). Ketidak konsistenan hasil penelitian ini kemungkinan disebabkan karena belum adanya standar yang mengatur tentang pengukuran modal intelektual secara kuantitatif (Yuniasih et al. 2010). Perbedaan sampel penelitian kemungkinan juga dapat mempengaruhi ketidak konsistenan hasil penelitian ini, karena dalam konteks IPO asimetri informasi lebih tinggi jika dibandingkan dengan perusahaan yang sudah lama *go public*, jadi investor lebih cenderung menggunakan faktor lain misalnya retensi kepemilikan (Keasey dan McGuinness 1993; Hartono 2006; Widarjo et al. 2010), reputasi *underwriter* (Rochyani dan Setiawan 2004), dan faktor fundamental yang dicapai (Wirawati 2008) dari pada modal intelektual yang dimiliki perusahaan sebagai dasar analisis dalam pembuatan keputusan investasi.



**Tabel 2**  
**Hasil Pengujian Hipotesis**

Variabel	Koefisien	t-statistik	P-Value
Konstanta	23,072	7,840	0,000
IC	0,054	1,000	0,326
ICD	9,104	3,176	0,004***
LnAGE	0,006	0,018	0,986
F <sub>statistik</sub>	4,424		
Probabilitas F <sub>statistik</sub>	0,012		
Adjusted R-Square	0,255		
N	31		

Keterangan: \*\*\*, \*\*, \* = secara statistik signifikan masing-masing pada tingkat signifikansi 0,01; 0,05; dan 0,1.

### Pengujian Hipotesis Kedua (H<sub>2</sub>)

Hasil pengujian hipotesis kedua pada Tabel 2 menunjukkan koefisien regresi ( $\beta_2$ ) adalah 9,104 dengan signifikansi 0,004, karena signifikansi < 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa secara statistik hipotesis kedua dalam penelitian ini didukung. artinya pengungkapan modal intelektual berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi pengungkapan modal intelektual yang dilakukan perusahaan maka semakin tinggi nilai perusahaan setelah penawaran umum saham perdana. Kondisi ini menunjukkan bahwa investor dapat menangkap sinyal yang diberikan oleh perusahaan melalui pengungkapan modal intelektual dan menggunakan informasi tersebut dalam analisis pembuatan keputusan investasi.

Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa sinyal yang disampaikan oleh perusahaan melalui pengungkapan modal intelektual dapat mengurangi asimetri informasi. Semakin banyak item-item dalam indeks pengungkapan modal intelektual yang diungkapkan dalam prospektus perusahaan (*Resources, Customer, Information, Technology, Processes, Research and Development, Strategic Statements*), maka akan semakin mempermudah calon investor untuk mengetahui prospek dan kinerja perusahaan secara keseluruhan, sehingga calon investor akan memberikan penilaian yang lebih tinggi pada perusahaan yang memperbanyak pengungkapan modal intelektual.

Dalam hal ini calon investor meyakini bahwa hanya perusahaan yang memiliki kualitas tinggi saja yang bersedia untuk memperluas pengungkapan modal intelektual. Teori sinyal menyatakan bahwa perusahaan yang berkualitas tinggi akan memberikan sinyal yang memadai kepada pasar, sehingga pasar dapat membedakan antara perusahaan yang berkualitas baik dan buruk. Agar sinyal tersebut efektif maka sinyal tersebut harus dapat ditangkap oleh calon investor dan dipersepsikan baik serta tidak mudah ditiru oleh perusahaan yang berkualitas buruk (Hartono 2005). Hasil pengujian dalam penelitian ini konsisten dengan temuan Abdolmohammadi (2005) dan Sihotang dan Winata (2008).

Berdasarkan penjelasan diatas, penelitian ini menunjukkan bahwa dalam hal modal intelektual yang dimiliki oleh perusahaan, investor lebih cenderung menggunakan informasi kualitatif (pengungkapan modal intelektual) dibandingkan kuantitatif (kinerja modal intelektual) dalam proses pembuatan keputusan investasi. Hal ini terlihat dari hasil pengujian hipotesis ke dua yang secara statistik didukung oleh data sedangkan hipotesis pertama tidak didukung. Investor kemungkinan belum mampu melakukan penilaian yang tepat terhadap modal intelektual yang dimiliki perusahaan mengingat belum adanya standar pengukuran yang jelas. Selain itu investor kemungkinan belum meyakini bahwa modal intelektual yang diukur dengan *Value Added*

*Intellectual Coefficient* (VAIC™) berpengaruh positif atau dapat meningkatkan kinerja perusahaan, mengingat terdapat beberapa metode dalam mengukur modal intelektual dan beberapa hasil penelitian yang menggunakan VAIC™ masih belum konsisten.

Hasil penelitian yang mendukung VAIC berpengaruh positif pada kinerja adalah Firer dan Williams (2003); Chen et al. (2005); Tan et al. (2007); dan Ulum et al. (2008) sedangkan hasil penelitian yang tidak mendukung adalah Kuryanto dan Safruddin (2008); Sianipar (2009); dan Yuniasih et al. (2010). Dari argumen dan hasil penelitian terdahulu serta hasil pengujian dalam penelitian ini, dapat dikatakan bahwa investor lebih fokus pada pengungkapan modal intelektual sebagai alternatif yang digunakan dalam melakukan analisis terhadap modal intelektual yang dimiliki perusahaan.

Variabel kontrol umur perusahaan dalam penelitian ini secara statistik tidak berpengaruh signifikan pada nilai pasar perusahaan, hal ini dibuktikan dengan nilai *p-value* yang lebih besar dari 0,05. Hasil pengujian secara keseluruhan menunjukkan nilai *adjusted R-Square* sebesar 0,255. Artinya bahwa varian dari variabel bebas mampu menjelaskan varian variabel terikat sebesar 25,5 %, sedangkan sisanya sebesar 74,5 % dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian. Nilai F hitung sebesar 4,424 dengan signifikansi 0,012 menunjukkan bahwa model regresi cukup baik digunakan untuk melihat pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

## SIMPULAN

Berdasarkan hasil pengujian dan pembahasan yang telah disajikan pada bagian sebelumnya, maka dapat ditarik beberapa kesimpulan, pertama: modal intelektual yang diukur dengan VAIC™ tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pasar, dalam hal ini calon investor tidak memberikan nilai yang lebih tinggi terhadap perusahaan yang memiliki modal intelektual yang tinggi. Belum adanya standar dalam pengukuran

modal intelektual kemungkinan menyebabkan pasar belum mampu melakukan penilaian yang tepat atas modal intelektual yang dimiliki perusahaan.

Kesimpulan kedua adalah pengungkapan modal intelektual berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum saham perdana. Semakin tinggi pengungkapan modal intelektual maka semakin tinggi nilai perusahaan. Perluasan pengungkapan modal intelektual akan mengurangi asimetri informasi antara pemilik lama dengan calon investor, sehingga membantu calon investor dalam menilai saham perusahaan dan dapat melakukan analisis yang tepat mengenai prospek perusahaan di masa yang akan datang.

Hasil penelitian ini berimplikasi pada pembuat kebijakan untuk melakukan review dan pembahasan mengenai pengukuran dan pengungkapan modal intelektual yang tepat dan akurat, sehingga dapat segera ditetapkan sebuah standar agar investor dapat melakukan analisis yang tepat dalam menentukan nilai dan prospek perusahaan. Bagi investor, hasil penelitian ini dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi pada perusahaan yang melakukan IPO.

Implikasi hasil penelitian ini bagi perusahaan yang melakukan IPO adalah indikasi bahwa modal intelektual belum dianggap sebagai sumber daya yang utama dalam penciptaan nilai oleh perusahaan. Hal ini diperkuat dengan hasil penelitian ini dan penelitian yang dilakukan oleh Kuryanto dan Safruddin (2008); Sianipar (2009); dan Yuniasih et al. (2010) yang menunjukkan bahwa pasar tidak memberikan nilai lebih pada modal intelektual perusahaan. Akan tetapi luas pengungkapan modal intelektual dianggap sebagai sinyal positif oleh investor, karena dapat mengurangi tingkat asimetri informasi sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Dari hasil penelitian ini, diharapkan perusahaan lebih memanfaatkan modal intelektual yang dimiliki dalam rangka meningkatkan kinerja perusahaan dan mempertimbangkan kualitas serta kuantitas pengungkapan modal intelektual

dalam prospektus perusahaan.

Keterbatasan pertama dalam penelitian ini adalah hanya menggunakan satu ukuran dari beberapa ukuran dalam metode langsung (*direct methods*) dalam mengukur modal intelektual yaitu VAIC™, dimana dalam beberapa penelitian yang menggunakan metode tersebut masih terdapat hasil yang tidak konsisten. Keterbatasan kedua adalah jumlah sampel penelitian, yaitu hanya 31 sampel perusahaan yang melakukan IPO di BEI. Hal ini dikarenakan sulitnya memperoleh data prospektus perusahaan.

Peneliti selanjutnya dapat mengembangkan penelitian ini dengan menggunakan ukuran metode langsung yang lain dalam mengukur modal intelektual, misalnya dengan *balanced score card* (Kaplan dan Norton 1996; Sveiby 2001) atau *real options model* (Sudarsanan et al. 2003). Penelitian yang akan datang dapat memasukkan variabel kontrol yang lain, misalnya ukuran perusahaan dan struktur kepemilikan (Yuniasih et al. 2010) kedalam model penelitian dan menambah jumlah sampel penelitian untuk mendapatkan tingkat generalisasi yang lebih tinggi.

## DAFTAR PUSTAKA

- Abdolmohammadi, M.J. 2005. Intellectual Capital Disclosure and Market Capitalization. *Journal of Intellectual Capital*, 6 (3), 397-416.
- Agnes, U.W. 2008. *Sebuah Tinjauan Akuntansi Atas Pengukuran dan Pelaporan Knowledge*. Paper dipresentasikan pada acara The 2nd National Conference UKWMS, Surabaya.
- Belkaoui, A.R. 2003. Intellectual Capital and Firm Performance of US Multinational Firms: a Study of The Resource-Based and Stakeholder Views. *Journal of Intellectual Capital*, 4 (2), 215-226.
- Boedi, S. 2008. *Pengungkapan Intellectual Capital dan Kapitalisasi Pasar*. Tesis, Universitas Diponegoro Semarang.
- Botosan, C. 1997. Disclosure Level and The Cost of Equity Capital. *Accounting Review*, 72 (3), 323-350.
- Bukh, P. N., C. Nielsen, P. Gormsen, and J. Mouritsen. 2005. Disclosure on Information Intellectual Capital in Danish IPO Prospectuses. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 18 (6), 713-732.
- Chen, M.C., S.J. Cheng and Y. Hwang. 2005. An Empirical Investigation of The Relationship Between Intellectual Capital and Firms Market Value and Financial Performance. *Journal of Intellectual Capital*, 6 (2), 159-176.
- Deegan, C. 2004. *Financial Accounting Theory*. Sydney: McGraw-Hill Book Company.
- Edvinsson L and M. S. Malone. 1997. *Intellectual Capital: Realizing Your Company's True Value by Finding its Hidden Brain Power*, New York: Harper Business.
- Firer, S. and S. M. Williams. 2003. Intellectual Capital and Traditional Measures of Corporate Performance. *Journal of Intellectual Capital*, 4 (3), 348-360.
- Ghozali, I. 2002. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbitan Universitas Diponegoro.
- . 2006. *Statistik Non-Parametrik: Teori & Aplikasi dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbitan Universitas Diponegoro.
- Gujarati, D.N. and D.C. Porter. 2009. *Basic Econometrics 5<sup>th</sup>*. Singapore: McGraw-Hill International Edition.
- Guthrie, J. and R.M. Petty. 2000. Intellectual Capital: Australian Annual Reporting Practices. *Journal of Intellectual Capital*, 1 (3), 241-251.
- Hartono. 2005. Hubungan Teori *Signalling* dengan *Underpricing Saham Perdana* di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Bisnis dan Manajemen*, 5 (1), 35-50.

- Hartono. 2006. Analisis Retensi Kepemilikan Pada Penerbitan Saham Perdana Sebagai Sinyal Nilai Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Manajemen*, 6 (2), 141-162.
- Healy, P. M., and K. G. Palepu. 1993. The Effect of Firms' Financial Disclosure Strategies on Stock Prices. *Accounting Horizons*, 7 (1), 1-11.
- Holland, J. 2002. Fund Management, Intellectual Capital, Intangibles and Private Disclosure. *Working Paper*, University of Glasgow at UK.
- BAPEPAM-LK. 2009. *Siaran Pers Akhir Tahun 2009*. <http://www.bapepam.go.id>.
- BAPEPAM-LK. 2010. *Siaran Pers Akhir Tahun 2010*. <http://www.bapepam.go.id>.
- Ikatan Akuntan Indonesia. 2007. *Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan No. 19*. Jakarta: Salemba Empat.
- Iswati, S. and M. Anshori. 2007. *The Influence of Intellectual Capital to Financial Performance at Insurance Companies in Jakarta Stock Exchange (JSE)*. Proceedings of the 13th Asia Pacific Management Conference, Melbourne, Australia.
- Kaplan R.S. and D.P. Norton. 1996. *The Balanced Scorecard: Translating Strategy Into Action*, Boston: Harvard Business School Press.
- Marr, B. and G. Schiuma. 2001. *Measuring and managing intellectual capital and knowledge assets in new economy organisation*, in Bourne, M. Handbook of Performance Measurement, Gee, London.
- McGuinness, P. 1993. The market valuation of initial public offerings in Hong Kong. *Applied Financial Economics*, 3, 267-281.
- Keasey, K. dan H. Short. 1997. Equity Retention and Initial Public Offering: The Influence of Signalling and Entrenchment Effect. *Applied Financial Economic*, 7, 75-85.
- Khelifi, F. and A. Bouri. 2010. Corporate Disclosure and Firm Characteristics: A Puzzling Relationship. *Journal of Accounting – Business & Management*, 17 (1), 62-89.
- Kuryanto, B. and M. Safruddin. 2008. *Pengaruh Modal Intelektual dan Kinerja Perusahaan*. Paper dipresentasikan pada acara Simposium Nasional Akuntansi XI, Pontianak.
- Lipe, M.G. and S.E. Salterio. 2000. The Balanced Scorecard: Judgmental Effects of Common and Unique Performance Measures. *The Accounting Review*, 75 (3), 283-298.
- Leland, H.E. and D.H. Pyle. 1977. Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32 (2), 371-387.
- Miller, C. and H. Whiting. 2005. *Voluntary Disclosure of Intellectual Capital and The Hidden Value*. Proceedings of the Accounting and Finance Association of Australia and New Zealand Conference.
- Purnomosidhi, B. 2006. Praktik Pengungkapan Modal Intelektual pada Perusahaan Publik di BEJ. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 9 (1), 1-20.
- Pulic, A. 1998. *Measuring the Performance of Intellectual Potential in Knowledge Economy*. Paper presented at the 2nd McMaster Word Congress on Measuring and Managing Intellectual Capital by the Austrian Team for Intellectual Potential.
- \_\_\_\_\_. 1998. Basic Information on VAIC™. Available Online at: [www.vaic-on.net](http://www.vaic-on.net).
- \_\_\_\_\_. 2000. VAIC™ – an Accounting Tool for IC Management”. Available Online at: [www.measuring-ip.at](http://www.measuring-ip.at).
- \_\_\_\_\_. and Kolakovic. 1998. Value Creation Efficiency in The New Economy. Available Online at: [www.vaic-on.net](http://www.vaic-on.net).
- Rochayani, W. dan D. Setiawan. 2004. Pengaruh Informasi Prospektus IPO terhadap *Abnormal Return* dan Ketepatan Ramalan Laba. *Jurnal Ekonomi Perusahaan*, 11 (2), 107-124.



- Ross, S. A. 1997. Some Notes on Financial Incentive-Signalling Models, Activity Choice and Risk Preferences. *The Journal of Finance*, 33 (3), 777-792.
- Sekaran, U. 2006. *Research Methods for Business*. Edisi 4. Terjemahan. Jakarta: Salemba Empat.
- Sianipar, M. 2009. *The Impact of Intellectual Capital Towards Financial Profitability and Investors' Capital Gain on Shares: An Empirical Investigation of Indonesian Banking and Insurance Sector for Year 2005-2007*. Paper dipresentasikan pada acara Simposium Nasional Akuntansi XII, Palembang.
- Singh, I. and J-L.W.M. Zahn. 2008. Determinants of Intellectual Capital Disclosure in prospectuses of Initial public Offerings. *Accounting and Business Research*, 38 (5), 409-431.
- Sir, J., B. Subroto dan G. Chandrarin. 2010. *Intellectual Capital dan Abnormal Return Saham (Studi Peristiwa Pada Perusahaan Publik di Indonesia)*. Paper dipresentasikan pada acara Simposium Nasional Akuntansi XIII, Purwokerto.
- Sihotang, P. and A. Winata. 2008. The Intellectual Capital Disclosures Of Technology-Driven Companies: Evidence From Indonesia. *International Journal Learning and Intellectual Capital*, 5 (1), 63-82.
- Solikhah, B., A. Rohman dan W. Meiranto. 2010. *Implikasi Intellectual Capital Terhadap Financial Performance, Growth, dan Market Value: Studi Empiris Dengan Pendekatan Simplistic Specification*. Paper dipresentasikan pada acara Simposium Nasional Akuntansi XIII, Purwokerto.
- Spence, M. 1973. Job Market Signalling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87 (3), 355-374.
- Sudarsanan, S., G. Sorwar and B. Marr. 2003. *Valuation of Intellectual Capital and Real Option Models*. Paper Presented to PMA Intellectual Capital Symposium at Cranfield University.
- Sveiby, K.E. 2001. Method for Measuring Intangible Assets." Available Online at: [www.sveiby.com/articles](http://www.sveiby.com/articles).
- Tan, H.P., D. Plowman and P. Hancock. 2007. Intellectual Capital and Financial Returns of Companies. *Journal of Intellectual Capital*, 8 (1), 76-95.
- Ulum, I., I. Gozhali., dan A. Chariri. 2008. *Intellectual Capital dan Kinerja Keuangan Perusahaan; Suatu Analisis dengan Pendekatan Partial Least Squares*. Paper dipresentasikan pada acara Simposium Nasional Akuntansi XI. Pontianak.
- Welker, M. 1995. Disclosure Policy, Information Asymmetry and Liquidity in Equity Markets. *Contemporary Accounting Research*, 11, 801-828.
- Wernerfelt, B. 1984. A Resource-Based View of The Firm. *Strategic Management Journal*, 5 (2), 171-80.
- White, G., A. Lee and G. Tower. 2007. Drivers of Voluntary Intellectual Capital Disclosure in Listed Biotechnology Companies. *Journal of Intellectual Capital*, 8 (3), 517-537.
- Widarjo, W., Bandi, S. Hartoko. 2010. *Pengaruh Ownership Retention, Investasi dari Proceeds, dan Reputasi Auditor Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kepemilikan Manajerial dan Institusional Sebagai Variabel Pemoderasi*. Paper dipresentasikan pada acara Simposium Nasional Akuntansi XIII. Purwokerto.
- Williams, S.M. 2001. Is Intellectual Capital Performance and Disclosure Practices Related?. *Journal of Intellectual Capital*, 2 (3), 192-203.
- Wirawati, N. G. P. 2008. Pengaruh Faktor Fundamental Perusahaan terhadap Price to Book Value dalam Penilaian Saham di Bursa Efek Jakarta dalam Kondisi Krisis Moneter. *Buletin Studi Ekonomi*, 13 (1), 90-99.

- Suara Pembaruan. 2011. BEI Targetkan IPO 25 Emiten di 2011. Diunduh tanggal 7 Maret 2011. [www.suarapembaruan.com](http://www.suarapembaruan.com).
- Yuniasih, N.W., D.G. Wirama dan I.D.N. Badera. 2010. *Eksplorasi Kinerja Pasar Perusahaan: Kajian Berdasarkan Modal Intelektual (Studi Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)*. Paper dipresentasikan pada acara Simposium Nasional Akuntansi XIII, Purwokerto.